

FÜZESI Zoltán

HOGYAN SZÁLLJUNK KI?

Egyre több külföldi társaság tervezi Magyarországon befektetni a pénzét, éreztetve ezzel a bizalmat az ígéretes, fejlődőképes magyar vállalatok iránt. A szerző témájául mégis a kockázati tőkebefektetés egy olyan szakaszát választotta, amely Magyarországon még meglehetősen ismeretlen. Ez a szakasz a kockázati tőkebefektetésből történő kiszállás, pontosabban a befektetéskor megszerzett vállalati részesedés értékesítése.¹

A befektetési folyamatban a legfontosabb az eladás, hiszen a kockázati tőkések összes munkája kárba vész, ha nem sikerül profitot realizálva megválni a kezdetben ígéretesnek látszó vállalatától. A kockázati tőkebefektetőnek az „exit”² gondolatával valójában a finanszírozást igénylő célvállalat keresésétől kezdve foglalkoznia kell. Mivel nem egy körülhatárolt szakasról van szó, a konkrét kockázati tőkebefektetések egész történetét fel lehet dolgozni úgy, hogy a döntések és az események exitre gyakorolt hatását vizsgáljuk.

A téma választását az is indokolja, hogy Magyarországon megtörténtek az első kiszállások, melyekre a kockázati tőkebefektetések hosszú távú volta miatt kellett eddig várni.

Tanulmányom alapvetően két részre tagolódik. Az első részben az exitről, annak kockázatairól, tervezéséről, nehézségeinek kezeléséről és fontosságáról általánosságban írok. Ez a rész áttekintést nyújt a kiszállásról, új fogalmakat vezet be, bemutatja a kiszállás lehetséges útjait, és az exit biztosítását szolgáló eszközöket, előkészítve ezzel a dolgozat konkrét magyar esetekkel foglalkozó második részét. Mivel az eddigi tapasztalatok szerint a viselkedési tudományok és az alkalmazott közgazdaságtan területén legitimnek tekintett kvalitatív, esettanulmányos módszerek a legalkalmasabbak a kockázati tőke kutatására, megismerésére, a második részben

én is ezek alkalmazása mellett döntöttem.³ Esettanulmány segítségével próbálok képet alkotni arról, hogy a kockázati tőkéseknek egy sikeres exit kivitelezéséhez milyen problémákat kell megoldaniuk, és arról, hogy ezek a gyakorlatban hogyan valósulnak meg. A két rész oda-visszaütalásokon keresztül kapcsolódik egymáshoz. Valójában az első rész elméleti hátteret nyújt a második gyakorlatias megközelítésű résznek, míg a második rész egyes esetekben példával szolgál az elsőhöz.

Az exit menedzsment fontossága a kockázati tőke finanszírozásában

A kutatások, elemzések megkönnyítése érdekében a kockázati tőkebefektetők tevékenységét több szakaszra szokták felosztani. Erre a célra alkalmazható a következő, öt elemből álló tagolás is:

- Kockázati tőkealap⁴ létrehozása
- Ügyletek, befektetések generálása, keresése (Deal Generation)
- A befektetés kivitelezése
- Befektetés utáni tevékenységek
- A kiszállás kivitelezése (Exit Management)

Első ránézésre az Exit Management a befektetési tevékenység utolsó fázisára korlátozódik, és a többi szakaszhoz hasonló fontossággal bír. Pontosabb körültekint-

tés után kiderül, hogy a kockázati tőkést minden fázisban a kiszállással kapcsolatos gondolatok foglalkoztatják, hiszen minden egyes szakaszban tehet olyan dolgokat, amellyel kiszállását megkönnyíti. Ha ezeket elhanyagolja, az utolsó szakaszban már nem sokat tehet. Az egész munkája kárba vesztet azzal, hogy nem tudja jó áron eladni a vállalati részesedését. Csak abban a pillanatban nyugodhat meg, ha már felnövekvően visszakapta a befektetett pénzét. A kockázati tőkés folyamatosan azon fáradozik, hogy biztosítsa a kiszállást, ráadásul minél nagyobb profitot.

Mint a házasságnál, elengedhetetlen, hogy a partnerek (kockázati tőkebefektető, társbefektető, menedzsment), az elkerülhetetlenül felmerülő rövid távú véleménykülönbségek ellenére, hasonló értékekkel rendelkezzenek, és középtávú céljaik megegyezzenek. Az exit rémálommá válhat, ha teljesen különböző elképzelések vannak a végső fázissal kapcsolatban.

A befektetés kivitelezése után is folyamatosan szem előtt kell tartani az exit lehetőségeket. Esetleges kritikus helyzetekben újabb biztosítékokat kell kialakítani. Ápolni és fejleszteni kell a vállalat arculatát – pl. tájékoztatva a környezetet a sikerekről –, hiszen ezzel esetleg későbbi vásárlók figyelmét is fel lehet hívni. Az exit kivitelezésénél fontos szerep juthat a menedzsmentnek. A támogatásuk megszerzéséhez pénzügyi ösztönző rendszereket szoktak kialakítani. A jó kapcsolat kialakításában ugyanis a pénznél néha fontosabb lehet egymás őszinte, nyílt megközelítése.

Az exit előkészítésénél komoly szerep jut tanácsadónak, szakértőnek. Majdnem minden esetben alkalmaznak technológiai szakértőket, könyvvizsgálókat és jogi tanácsadókat. A költségek ellenére igen hasznosak lehetnek, hiszen gyorsíthatják az eladást, nagyobb a kompetenciájuk, és esetleg kapcsolatrendszerük is segíthet a sikeresebb értékesítésben.

Pénzügyi és jogi megfontolások a befektetés biztosítása érdekében

A kockázati tőkebefektetések egyik kulcseleme, hogy a befektetői szervezet, pontosabban az őt képviselő tanácsadói csoport (pl. alapkezelő) és a befektetés célpontját adó vállalat milyen pénzügyi struktúrát alakít ki, és azt milyen jogi fundamentumokkal védi. A kettőjük alku- dozásában gyakran – aktív vagy passzív szereplőként – megjelenhetnek különböző hiteket, kölcsönöket nyújtó bankok, esetleg cégek, vagy más befektetői csoportosulások, amelybe Közép- és Kelet-Európában a privatizációs

ügyletek következtében az állam is belekerülhet. A befektetésekor kialakított pénzügyi és jogi struktúrák jelentősen befolyásolják a befektetés sikerét, hiszen csökkenthetik a kockázatot, és növelhetik a profitot. Már ebben a kezdeti fázisban körvonalazódnak a kiszállás lehetőségei. A fejezet első felében a befektetés pénzügyi struktúrájának alapköveiről lesz szó, majd megemlítem az exit szempontjából a kockázati tőkések számára fontos, szerzett jogokat.

Pénzügyi instrumentumok

A befektetés pénzügyi struktúrájának alkotóelemeit alapvetően három csoportba sorolhatjuk. A befektetés megvalósításához alkalmazhatunk részvényt, kvázi-részvényt, és kölcsönt vagy hitelt. Ez a csoportosítás első-sorban részvénytársaságokba irányuló befektetések esetén helytálló, hiszen rögtön szembetűnik, hogy egy korlátozott felelősségű társaságnak nincsenek részvényei. Ennek ellenére ennél a felosztásnál maradok, hiszen ezekhez az instrumentumokhoz teljesen hasonló működésű megoldásokat találhatunk más társasági formák esetén is, külön szerződésekből vagy az alapító okiratokban rögzítve.

Részvény

A vállalat pénzügyi struktúrájának részvényekből álló része a legkockázatosabb. A részvénytulajdonosok a legutolsók, akik igényt tarthatnak a vállalat eszközeire, ha felszámolásra kerül sor. Ezt a kockázatot ellensúlyozza, hogy az exitnél a vállalat sikereitől függő, de egyébként szinte korlátlan árfolyamnyereséget tesz lehetővé a befektető számára.

Elsőbbségi részvény

A kockázati tőkések a pénzügyi struktúra kialakításában fontos szerepet szánnak az elsőbbségi részvénynek, ami birtokosainak a közönséges részvények birtokosaitól eltérő tagsági jogokat biztosít. Az *osztalék elsőbbségi* részvény tulajdonosai előnyt élveznek a közönséges részvények tulajdonosaival szemben, mert a társaság nekik biztosít elsőbbséget osztalékfizetésnél és az esetleges vagyonfelszámolásnál. Annak ellenére, hogy a kockázati tőkebefektető első-sorban minél nagyobb tőkenyereség későbbi realizálásában érdekelt, rendszeresen fizetett osztalékot is elvárhat a társaságtól. Kiköthető az is, hogy a vállalat a nyereség elmaradása miatt

kifizetetlen osztalékot később megfelelő nagyságú nyereség megjelenésekor rögtön, visszamenőleg kifizesse, sőt kezességvállalás vagy egyéb eszköz segítségével a kockázati tőkés számára akár éves fix összeg is biztosítható.⁵ Az osztalékot megkívánhatják a tőkealap befektetői, de exitet kikényszerítő eszköz is lehet, hiszen a többi tulajdonosnak kellemetlenné válhat az alap jelenléte, egyrészt mivel az osztalék-kielégítési sorrendben hátrébb állnak, és esetleg nem jutnak osztalékhoz, másrészt pedig az osztalékterher komoly nehézségeket okozhat a számukra stratégiaileg és hosszú távon is fontos vállalatnak. Ahhoz, hogy ezektől a kellemetlenségektől megszabaduljanak, kénytelenek felvásárolni az alap részvényeit, biztosítva ezzel számukra az exitet.

Tény, hogy az elsőbbségi részvény valamelyest csökkenti a kockázatot, hiszen a vállalkozásban maradt vagyonhoz az elsőbbségi tulajdonos előbb jut hozzá, mint a törzsrészesvényes, ennek ellenére ezen megfontolásból csak ritkán alkalmazzák ezt az instrumentumot. Ennek az oka, hogy a kockázati tőke leggyakoribb célpontjaként kiemelhető növekedési szakaszban levő vállalatok hitelezői egy esetleges csődeljárás folytán a legtöbb esetben ráteszik a kezüket a vagyon egészére, de legalábbis a nagy részére, így az elsőbbségi részvény birtoklása a befektető számára elveszíti a jelentőségét. Az Egyesült Államokban olyan elsőbbségi részvény konstrukciók kialakításával is próbálkoznak, ami csőd esetén a hitelezőkkel szemben is valamelyest védelmet nyújt. Ez olyan szervezeti átalakítással érhető el, amely a korábbi elsőbbségi részesvényeseknek adja a vállalkozás legjelentősebb eszközét, általában a szellemi tőkét (amelybe többek között beletartozhat a szabadalomvédelem, technológia, bejegyzett ipari forma, szerzői jog védelme). A befektetők másik jogi személyiségként bejegyzik a szabadalmakat a szellemi tőkére, majd azokat licenc szerződések segítségével visszaadják a működő vállalatnak. Tehát a befektetők nemcsak a célvállalat részvényeit birtokolják, hanem a licencbe adó kizárólagos tulajdonlásával a szellemi tőke tulajdonosai is. Így egy esetleges felszámolási eljárás esetén az adós vállalat nem rendelkezik a szellemi tőkével ahhoz, hogy a hitelezőket kielégítse. Az elsőbbségi tulajdonos számára a szellemi tőke tulajdonlás ütköztetésének bizonyulhat a hitelezőkkel szembeni tárgyalásoknál.⁶

Az elsőbbségi részvények másik fajtája a *szavazat elsőbbségi* részvény fontos vétőjogokat teremthet a kockázati tőkés számára, hiszen alkalmazásukkal, kiköthetik, hogy bizonyos – elsősorban a vállalat későbbi értékét befolyásoló⁷ – határozatokat csak az egyet-

értésükkel hozhatnak meg. A vétőjogokkal az exit számára is fontos kontrollt lehet gyakorolni, de exitet kikényszerítő szerepük is lehet.⁸

Opciók⁹

Az opció birtokosa számára biztosítva van, hogy a megjelölt vállalkozás közönséges részvényeit meghatározott időben¹⁰ és meghatározott áron megvásárolja. Az opciók az exit érdekében leggyakrabban használt és talán legfontosabb instrumentumok. A befektetés célpontját adó vállalat társasági formájától függetlenül a kockázati tőkésnek élnek vételi és eladási jogukkal. Opciókat alapvetően négy esetben alkalmazhatnak a kockázati tőkebefektetők.¹¹ Biztosíthatják velük a kiszállást(1), segítségükkel ösztönözhetik a kulcsszerepet betöltő alkalmazottakat(2), jogot biztosíthatnak maguknak arra, hogy minimális áron növeljék a részesedésüket(3), és bizonyos előre meghatározott helyzetekben feloldhatják segítségükkel a finanszírozás igénye és az alapító tulajdonos részesedésének csökkenése közötti konfliktust(4).

A kockázati tőkés eladási jog megszerzésével biztosíthatja a vállalkozásból történő kiszállást. Ilyen típusú opciót köthet a kockázati tőkés például az egyik társtulajdonossal, és így kötelezheti, hogy a megfelelő időben, meghatározott áron kivásárolja a részesedését. Egyes esetekben komoly nehézségekbe ütközik a vállalkozás részleges eladása. Sokszor csak az egész vállalkozást akarják megvásárolni. Ekkor a kockázati tőkés szerezhetheti vételi jogot a társtulajdonosok részesedésére, biztosítva ezzel magának a lehetőségét, hogy a vállalkozást később egészében értékesítse. Legnagyobb problémát az opció lehívási árának a meghatározása okozza. Gyakran fix ár helyett ezt a vállalat valamilyen számviteli jellemzőjéhez kötik (árbevétel, nyereség stb.). Magyarországon még nem nagyon alkalmazzák, de érdekes megoldás az ún. „Chinese option”. Ennek a lényege, hogy a társtulajdonos állapítja meg azt az árat, amin ő hajlandó megvásárolni a kockázati tőke befektető részesedését. Ez az ár azért nem lesz alacsony, mert egyben a társtulajdonos vállalja, hogy ugyanennyiért hajlandó eladni a saját részesedését a kockázati tőke befektetőnek, aki így az egész csomagot egyszerre tudja értékesíteni egy harmadik befektetőnek.

A második esetben a kockázati tőkés adhat magas árra vonatkozó vételi jogot a saját részvényeire a kulcsvezetőknek. Ezzel a módszerrel elérheti, hogy csak akkor adja el az ösztönzésre szolgáló részvényeit, ha

befektetése már kielégítő hozamot biztosított számára. A menedzsment igen fontos szerepet tölthet be a sikeres exitnél, ezért a vezetők megfelelő anyagi ösztönzésére alacsonyabb lehívási árra vonatkozó opciókat (vételi jogok) is szoktak kötni.

Az opció alkalmazásának harmadik lehetőségéhez tartozik, hogy ha az elővigyázatos kockázati tőkebefektető megegyezik a vállalatban tulajdonrészrel rendelkező grandiózus teljesítményeket ígérő menedzsmenttel, úgy amennyiben a vállalat nem tudja teljesíteni az előre meghatározott tervet, a befektető az opció segítségével nagyon alacsony áron megnövelheti a részesedését a vállalatban. Ez a növekmény biztosíthatja a kockázati tőkés hozamát, hiszen kudarc esetén is szinte ugyanazzal a befektetéssel a meghiúsult terv miatt ugyan alacsonyabb értékű, de több részvénnel fog rendelkezni.

Az opció segítségével megoldható az a gyakori konfliktus is, amikor a vállalat további finanszírozás elé néz, viszont a vállalat szakmai tulajdonosa vagy alapítója nem tud hozzájárulni a tőkeemeléshez. Az is elfogadhatatlan, hogy az egyedüli kockázati tőkebefektető részesedése nagyon megugorjon a vállalatban, esetleg kisebbségbe szorítva ezzel a szakmai tulajdonost. A befektető nem hagyhatja, hogy a többlet pénz befektetése következtében egyre jelentéktelenebb hozzájárulást nyújtó alapító élvezze leginkább a fejlődés gyümölcsét. Ebben az esetben járható útnak bizonyul, ha a befektető a finanszírozás fejében az akkori piaci áron a vállalat részvényeinek egy részére vételi opciót kap.¹² Így elkerülhető, hogy a szakmai tulajdonos részvényei felhíguljanak, pontosabban a vállalat vezetéséhez és az azzal járó felelősségek viseléséhez képest aránytalanul lecsökkenjenek. A kockázati tőkebefektetőnek pedig biztosítja, hogy a befektetés arányában részesüljön a fejlődésből adódó árfolyamnyereségből. Tehát ha például egy forint volt az opció kiírásakor a részvény árfolyama, ebben az esetben a kiszálláskor nincs profit, amíg a részvény ára egy forint, de ha mondjuk öt forintra emelkedik, akkor a kockázati tőkés egyrésztől realizálja eredeti részvényeinek árfolyamnyereségét, másrésztől az opció lehívásával egy forintért megkapott további részvényeket rögtön öt forintért eladhatja.

A legtöbb közép és kelet-európai országban, köztük Magyarországon is komoly jogi nehézségekbe ütközik az opciók alkalmazása a vállalat később kibocsátandó részvényeire.¹³ Ha a befektető – az opció kedvezményezettje – kisebbségi részvényes, és opciót akar szerezni, akkor elkerülhetetlen, hogy a többi részvényessel szerződésben rögzítsék, hogy beleegyeznek a lehíváskor

szükséges részvény kibocsátásába.¹⁴ Az opció biztosítására ez csak félmegoldás, hiszen a magánjogi szerződések betartása nem tartozik mindig a legegyszerűbb dolgok közé.

Magyarországon a részvényekre vonatkozó vételi opciókat gyakran úgy szokták biztosítani, hogy a részvényeket ügyvédi letétbe helyezik. Így a feltételek teljesülése esetén az opció kiírója nem tud elállni a vállalt eladástól. Üzletrészeknél alkalmazható a – később letétbe helyezett – átruházásra vonatkozó cégbírósi bejelentés előre aláírása az eladásra kötelezettel. Természetesen ezek a konstrukciók nagyon bonyolultak, komoly jogász előkészítést igényelnek.

Kvái részvény¹⁵

A kvái részvények kockázati tőkések által leginkább használt fajtája a visszavásárolható részvény, és az átváltható kötvény.¹⁶ A visszavásárolható részvények általában elsőbbségi részvények, amelyeket a vállalat a jövőben visszavásárolhat, ha elegendő felosztatlan profitot halmozott fel. A visszavásárolható elsőbbségi részvények tulajdonosa – az egyszerű elsőbbségi részvények tulajdonosaihoz hasonlóan – osztalék felvételére is jogosultak lehetnek addig, amíg a vállalat általi visszavásárlás nem történik meg. Egyes befektetőknek ez a lehetőség vonzó lehet, hiszen a befektetés egy része megtérülhet anélkül, hogy a részvényeket eladnák, és kizárnák magukat a vállalat fejlődéséből adódó árfolyamnyereségből. Olyan visszavásárolható részvény konstrukciók is kialakíthatóak, amelyek segítségével a tulajdonosok ragaszkodhatnak részvényeik vállalat általi visszavásárlásához. A visszavásárlás árát úgy határozzák meg, hogy az tisztas nyereséget hozzon a kockázati tőkebefektetőknek.

Ezek alkalmazása egyre népszerűbbé válik – főleg a fejlett kockázati tőke iparággal rendelkező országokban (USA, Nagy Britannia) –, hiszen megteremtik az exit lehetőséget, és elkerülhetővé teszik, hogy a portfóliókban a kockázati tőkések álmait nyugtalanító „élőhalottak”¹⁷ tanyázzanak.

Az átváltható kötvény a rendes fix kamatozáson felül lehetőséget biztosít birtokosának, hogy meghatározott határidőn belül beválthatja kötvényeit névértékben a vállalkozás részvényeire. Ha a vállalkozás nem fejlődik az elvárásoknak megfelelően, és ezért az átváltott közönséges részvények nem biztosíthatnának kielégítő árfolyamnyereséget, akkor a befektető nem él a lehetőséggel, és törlesztéskor visszakapja a pénzét. A

kamat előnye, hogy adózás előtt fizetendő, és nincs szükség nyereségre, hogy kifizessék. Az átváltható kötvény hátránya lehet, hogy cash-flow problémákat okozhat a vállalatnak, ezenkívül a mérlegben kötelezettségként jelenik meg, ezért a további hitelfelvételeket nehezíti. Tehát egyes esetekben hátráltathatja a fejlődést, viszont a vállalkozás alulteljesítése esetén a kockázati tőkebefektetőknek biztos védelmet nyújt.

Hitel

A kockázati tőkések kapcsolataikon keresztül gyakran szereznek hiteleket a portfólióvállalataiknak, annak érdekében, hogy kevesebbet kelljen befektetniük, és nagyobb belső megtérülési rátát¹⁸ tudjanak felmutatni. Vizsgáljuk meg, hogy egy ilyen hitel milyen hatást gyakorol a kiszállás kockázatára, és a befektetők által realizálható hozamra. Normális esetben, amikor a vállalat könnyedén ki tudja termelni a hitelek kamatait, akkor kijelenthetjük, hogy a tőkeáttétel növekedésével a tulajdonosok hozamkilátásai is javulnak, mint ahogy azt a Modigliani-Miller II tétel is kimondja.¹⁹ Ennek mértéke egyenes arányban áll a vállalkozás eszközei által kiemelt hozammal, és fordított arányban a hitel kamattal, vagyis minél jobban fog menni a vállalkozásnak, annál kedvezőbb döntésnek számít a tőkeáttétel növelése. Természetesen alacsony kamat esetén magasabb növekménnyel számolhatunk. A nagyobb tőkeáttétel a befektetők hozamának emelkedésével párhuzamosan a kockázat növekedésével is jár. Egyrésztől azért, mert a hitelnyújtó felszámolás esetén a kielégítési rangsorban legelöl van és ezért esetleg a kockázati tőkés nem tudja kimenteni a vagyontát a csődbe ment vállalkozásból, másrésztől pedig a vállalatnak mindenképpen ki kell termelnie a kamatokat, és ez esetleg problémákat okozhat. Egy kisebb dekonjunkció is komoly gondokat teremthet a pénzáramlásban.

Szerzett jogok

A kockázati tőkebefektetők az alapító okiratban, alapszabályban, szindikátusi szerződésben megpróbálnak minél több jogot biztosítani maguknak, amelyek segítségével a későbbiekben számukra kedvezően befolyásolhatják a döntéseket. Általánosnak mondható, hogy a felügyelőbizottságba és az igazgatóságba tagokat delegálhatnak, gyakran azok elnökeit is ők nevezik ki.

Különböző vétőjogok megszerzése is fontos lehet. Például a taggyűlés teljes beleegyezéséhez köthetik a nagyobb beruházások megkezdését, a tulajdonviszonyok változtatását, a hitelek szerzését, ügyvezető kinevezését, és általánosságban minden olyan döntést, ami a befektetett üzletrész piaci értékét befolyásolhatja.

A befektetésből történő kiszállás járható útjai

A kockázati tőkések alapvetően négyféle utat²⁰ követve értékesíthetik portfólió vállalataik részesedéseit; (i) tőzsdei értékesítés segítségével (IPO²¹), (ii) szakmai, stratégiai befektetőknek történő eladással (trade sale), (iii) kívülálló pénzügyi befektetőnek történő eladással (Sale to third party financial investor) és (iv) a többi tulajdonos általi kivásárlással.²² Ezeket az exit típusokat elsősorban az európai viszonyoknak megfelelően mutatom be, és néhány esetben kitérek a magyar helyzetre is.

Tőzsdei értékesítés

A tőzsdei bevezetés egy vállalat fejlődésének történetében talán a legjelentősebb esemény. Nem könnyű feladat végigjárni a tőzsdei forgalmazásig vezető hosszadalmas, nehézségekkel teli utat, de talán még nehezebb hosszú távon fenntartani a vállalat jó hírét a nyilvános piacon. A részvények stabil másodlagos piacára a kockázati tőkésnek is szüksége van, hiszen a bevezetésekor általában csak részleges kiszállás történik, a teljes exit csak jóval később megy végbe. Az értékpapírpiacon fejlődésével a kockázati tőke számára egyre több lehetősége nyílik a tőzsdei értékesítésnek. Európában, ha a tőzsdei exitek számát nézzük, akkor az elmarad az elvárásainktól, 1996-ban csupán hét-nyolc százalékát tette ki az összes exitnek, viszont, ha az értékeket nézzük, akkor az első helyen találjuk a tőzsdei értékesítést.²³

Amerikában a tőzsdei értékesítés jóval nagyobb szerepet kap, és a kiszállás ezen módja továbbra is rohamosan fejlődik. 1988-tól értékében átlagosan körülbelül évi negyven százalékkal.²⁴ Köztudott, hogy a legfejlettebb tőkepiaccal rendelkező angolszász országokban virágzik leginkább a kockázati tőke iparág, és ez többek között a tőzsdei értékesítés kedvező lehetőségeinek – vagyis a fejlett tőzsdéknek és a likvid másodlagos piacnak – köszönhetően.²⁵ A kontinentális Európának ezen a téren még sokat kell fejlődnie.

• Előnyök

A tőzsdei bevezetésnek, majd a portfólió vállalat tőzsdén történő eladásának az egyik legcsábítóbb előnye, hogy a hosszadalmas procedura sikeres végrehajtása esetén a legjobb megtérülés érhető el.²⁶ Ez annak is köszönhető, hogy a jól működő tőzsdéken magas a részvények likviditása, és ha ez teljesül, akkor a befektetők hajlandóak nagyobb összeget fizetni egy vállalatért, ha biztosak lehetnek abban, hogy később, ha szükséges, könnyen meg tudnak válni a részvényeiktől.²⁷

A tőzsdei bevezetés után a kockázati tőkésnek megmarad az exit többi lehetősége, ráadásul részvényeinek megnő a presztízszük, ismeretségük, és likviditásuk. Ugyanúgy eladhatja a részvényeit stratégia befektetőknek, pénzügyi befektetőknek, tulajdonos társának, de akár az értékpapírpiacon kis részletekben is értékesítheti tulajdonrészét.

A kockázati tőkés megtarthatja befektetéseinek egy kisebb részét is, élvezve ezzel esetleg a vállalat további fejlődéséből adódó árfolyamnyereséget. Egyszerűen rugalmasabb lehet a befektető a kiszállásnál tőzsdei értékesítés választása esetében.

Végül megemlíthető, hogy a menedzsment a legtöbb esetben támogatja a tőzsdei bevezetését,²⁸ hiszen kevésbé kell félnie attól, hogy egy új szakmai tulajdonos lecseréli a vezetőket.

• Hátrányok

Annak ellenére, hogy a tőzsdei értékesítés a legismertebb kiszállási út, számos hátránya van, ami sokszor lehetetlenné teszi az alkalmazását. Először is a kisebb vállalatok számára a bevezetés követelményei, költségei miatt – főleg Európában – nem bizonyul járható útnak. Az a tény, hogy ez a legköltségesebb kiszállási út,²⁹ még nagyobb vállalatok esetében is elgondolkodásra készíti a befektetőket. Köztudott, hogy a tőzsdei bevezetés több éves előkészítést, tervezést, munkát igényel. Az alkalmazott tanácsadók, brókercégek magas összegeket kérnek szolgáltatásaikért, ezenkívül a bevezetés után emelkednek a költségek a tájékoztatási kötelezettség, az összetettebb dokumentáció igénye és a vállalati arculatot formáló intézkedések következtében. Ennek nagy része fix költség, ezért komoly gondokat okozhat a vállalatnak, ha nem sikerül minden a tervek szerint. A tőzsdei bevezetés első sorban a vállalat további finanszírozásának a forrása, nem pedig a kockázati tőkés összes részvénye értékesítésének

az eszköze. Természetesen található példa rá, hogy tőzsdei bevezetéskor a kockázati tőkés a teljes részvényálmányát felajánlja, de általában a teljes exit csak jóval később következik be. Tehát megállapítható, hogy maga a tőzsdei bevezetés csak részleges kiszállást tesz lehetővé. Az exitet nehezíti, hogy általában a vállalat korábbi tulajdonosai – köztük a kockázati tőkebefektetők – rákényszerülnek arra, hogy a szerződésben a bevezetést követően még néhány évig vállalják részvényeik tartását. Erre az ún. „lock up agreement”-re azért van szükség, hogy a tőzsdei bevezetés alkalmával a vállalat tulajdonosi struktúrájába belépő új befektetők biztosítva legyenek arról, hogy stabil és fejlődőképes vállalatba fektették pénzüket. Ugyanis, ha a vállalat gondok elé néz, akkor a korábbi tulajdonosok szabadulni akarnának a részvényeiktől, katasztrofális helyzetbe hozva ezzel az új tulajdonosokat. Egyrészt a régi tulajdonosok által gerjesztett eladási nyomás csökkentené a részvényárfolyamokat, másrészt kiderülne, hogy egy nem túl jó kilátások elé néző vállalatot sóztak rá az új befektetőkre. A lock-up periódus alatt a kockázati tőkések nem adhatják el a részvényeiket, ezért gyakran nem tudják kihasználni a periódus alatt bekövetkező tőzsdei boomokat.

A tőzsdei jelenlét kedvező hatásai mellett a kockázatok is megnőnek. A vállalat teljesítményének nyilvánossága, működésének áttekinthetősége következtében a versenytársak is tisztában lehetnek a vállalat helyzetével, és adott esetben ezt a tudást kihasználhatják. Ezenkívül a gyenge eredmények a nagy nyilvánosság miatt hosszú időre tönkretehetik a vállalat hírnevét az intézményi befektetők és a vállalati környezet előtt, alacsonyban tartva ezzel az árfolyamokat.

• Dilemmák

A tőzsdei értékesítés előnyei és hátrányai tudatában annak későbbi alkalmazásáról a célirányos és hosszadalmas előkészületek szükségessége miatt már a befektetés pillanatában dönteni kell. Alekszander Kierski³⁰ a tőzsdei bevezetés sikeréhez a következő négy kérdés megválaszolását tartja fontosnak:

1. Felkészült-e a vállalat a bevezetésre?
2. Hogyan értékeli a vállalatot?
3. Mekkora lesz a felajánlás?
4. Melyik tőzsdén és mikor lesz a felajánlás?

Ezen kérdések megválaszolása után a kockázati tőkés legnagyobb dilemmája, hogy az IPO keretében a

részesedésnek hány százalékát ajánlja fel. A döntés kialakításában a piacnak is döntő szerepe van, hiszen az új befektetők megnyerése érdekében szükség lehet a részvények megtartására, nehogy a kockázati tőkések eladási szándéka rossz fényt vessen a leendő tőzsdei vállalatokra. A másodlagos piacon történő értékesítés mellett hosszú időtávot átfogó empirikus kutatások eredményei is szólnak, melyek szerint a tőzsdei bevezetést követően a részvények jelentős árfolyam-emelkedésére lehet számítani.³¹ A másodlagos piacon történő értékesítés esetén viszont a piac volatilitása miatt újabb nehézségek elé néz a befektetésből kiszállni akaró kockázati tőkések. Ha túl korán likvidálja a pozícióit, amíg a részvényárfolyamok még emelkednek, akkor elesik a további árfolyamnyereségtől, ha túl sokáig tartja a pozícióit, akkor viszszaforjíthatatlan kárt okozhat befektetése hozamában. A másodlagos piacon történő értékesítés esetén az utóbbi bekövetkezéssel a kockázati tőke befektetőnek mindig számolnia kell.

• *A tőzsdei értékesítés konkrét lehetőségei*

Amerikában a tőzsdék – elsősorban a kockázati tőke számára legfontosabb NASDAQ elektronikus tőzsde – fejlődésével az eleve magas értéket mutató tőzsdei értékesítések száma az utóbbi években is töretlenül növekszik. A NASDAQ elektronikus tőzsdét kifejezetten a kockázatosabb, de nagyobb hozammal kecsegtető részvényekre szakosodott befektetők hozták létre és működtetik.

Európában – Londont kivéve – a viszonylag rövid múltra visszatekintő, de dinamikus növekvő közepes méretű vállalatok számára eddig kevésbé sikerült a tőzsdei bevezetéséig eljutni. Egyre több ilyen kockázati tőkével támogatott vállalat fordul Amerika felé, mivel Európában nem található a NASDAQ-hoz hasonlóan fejlett, likvid kis- és középvállalkozások számára létrehozott tőzsde. Természetesen Európában is egyre komolyabb kezdeményezések vehetők észre a kockázati tőke számára fontos tőkepiacok fejlesztésére. Ennek egyik legértékesebb példája a NASDAQ mintájára Brüsszelben létrehozott EASDAQ. Számos európai tőzsde hozott létre új piacokat a fiatal, gyorsan növekvő vállalatok számára.³¹

EASDAQ és a „Nouveau Marche”

Az EASDAQ-ot 1996 októberében hozták létre Brüsszelben, azzal a céllal, hogy egy helyen – pontosab-

ban egy jól szabályozott, likvid pán-európai értékpiacon – gyűjtsék össze a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalatokat, a befektetőket és pénzügyi közvetítőket. Szabályozása, bevezetési feltételei, a kereskedés menete és formája az amerikai NASDAQ mintáját követi. Komoly előnye, hogy az EASDAQ-on történő forgalmazás nem zárja ki, hogy a részvényt a NASDAQ-on is forgalmazzák.³³ 1998 februárjában már huszonöt vállalatot jegyeztek az EASDAQ-on, amelyek ezáltal összesen majdnem két milliárd dollár forráshoz jutottak.³⁴ 1997 márciusában hasonló célokkal jött létre Brüsszelben az ún. „Nouveau Marche” is.³⁵ Kirobbanó fejlődést ezen tőzsdék megjelenése ellenére a tőzsdei értékesítés területén Európában nem várhatunk, hiszen észrevehető, hogy az új kezdeményezésekként elindult értékpapírpiacok még nagyon fiatalok, idő kell a beérésükhöz.

Nagy Britannia

Nagy Britannia rendelkezik a legfejlettebb tőkepiaccal, ezért nem véletlen, hogy Európában itt regisztrálhatjuk a legtöbb tőzsdei kiszállást. Az 1980-as években a tőzsdei exit lehetőségek megteremtésében komoly szerepet játszott az Unlisted Securities Market (USM). A 90-es évek dekonjunktúrája és az EK-regulációk bevezetése miatt az USM elvesztette a jelentőségét, 1996-ban meg is szűnteték.³⁶ Mivel az USM jelentősége visszaszorult az 1992-től 1996-ig tartó periódusban, a kockázati tőkével finanszírozott vállalatok tőzsdei bevezetésének negyven százaléka a Londoni Értékpapírtőzsde fő piacán zajlott le. Különböző érdekcsoportok nyomására az USM helyének a pótlására 1995-ben létrehozták az ún. „Alternatív Investment Market”-et (AIM), amely komoly kezdeti sikereket könyvelhet el. Sok kockázati tőkével támogatott cég találja meg ezen a piacon a kiszállás lehetőségét, amit alátámasztani látszik a tény, hogy 1997-ig az összes bevezetések huszonöt százalékát kockázati tőkével finanszírozott vállalat tette ki.³⁷

Magyarország

A tőzsdei kiszállás jelentősége nem túl nagy Magyarországon. A kisméretű magyar tőzsdén még nem igen került sor kockázati tőkével támogatott vállalatok bevezetésére. (Az egyetlen kivétel talán az Amerikában buszokat értékesítő NABI.) A külföldre történő bevezetések között mérföldkőnek számít a Közép-

Európában ATM automatákat működtető Euronet sikeres bevezetése a NASDAQ-ra. Fontos még megemlíteni az interneten szolgáltatásokat kínáló E-pub nevű céget, amelyet a bécsi tőzsdére vezettek be, biztosítva ezzel a kimagaslóan nyereséges kiszállás lehetőségét a kockázati tőkés számára. Az eddig említett esetekben a teljes kiszállás még nem történt meg, de a részesedések egy részét sikerült a kockázati tőkéseknek jó áron értékesíteniük. Mára már számos kockázati tőketársaságot vezettek be külföldi tőzsdékre. Mintegy 28 vállalat részvényei forognak a bécsi, illetve a londoni tőzsdén, de bevezettek – ADR és GDR kategóriába – egy-egy társaságot a New York Stock Exchange-re is.³⁸ A külföldi tőzsdék kiválasztásában fontos érv, hogy az adott helyen milyen szigorúak az előírások, hiszen a legtöbb magyar vállalat nem képes azok teljesítésére. A külföldi bevezetés feltételei közé tartozik az Állami Értékpapír és Tőzsde Felügyeletnek a Magyar Nemzeti Bankkal egyetértésben kiadott engedélye is.

Eladás stratégiai befektetőnek (trade sale)

A tőzsdei értékesítés fejlődése ellenére a fő kiszállási út a külső szakmai, stratégiai befektetőnek történő értékesítés marad. A European Venture Capital and Private Equity Assotiation (EVCA) országtanulmányai³⁹ is alátámasztják, hogy Európában a „trade sale” még mindig a leggyakrabban alkalmazott kiszállási mód.

Az EVCA által létrehozott „exit bizottság” kutatási eredményeit összefoglaló Better Exits című tanulmány táblázatát (Advantages and disadvantages of trade sale) felhasználva a szakmai bevezetőknek történő értékesítés előnyei és hátrányai a következőkben foglalhatók össze.⁴⁰

• Előnyök

A legtöbb vállalat számára méretük és fejlettségük miatt eleve elérhetetlen a tőzsdei bevezetés. Tulajdonosaik számára a legkevesetértőbb exit lehetőség a szakmai befektetőknek való értékesítés. Megállapítható, hogy ez a kiszállási út olcsóbb, mint a tőzsdei bevezetésen keresztül történő értékesítés, hiszen rövidebb az időigénye és egyszerűbb a módja, ráadásul a teljes kiszállás is biztosítva van. Ehhez járul hozzá, hogy a kockázati tőkebefektetőknek nem kell az egész piacot meggyőzniük vállalatuk jó állapotáról, elég csak a néhány potenciális szakmai befektetővel foglalkozniuk. Ha sikerül kiválasztani a

vevőt, akkor már csak ezzel az egy, vállalatuk működését, lehetőségeit jobban ismerő, általában ugyanabban az iparágban tevékenykedő befektetővel kell megegyezni, míg tőzsdei bevezetés és értékesítés esetében általában több befektető vásárolja meg a kockázati tőkebefektető részesedését. Fontos előny lehet még, hogy a stratégiai befektetők gyakran hajlandóak többet fizetni egy vállalatért, ha be akarnak törni egy piacra, vagy a piacon egy meghatározott részesedést akarnak elérni.

• Hátrányok

A szakmai befektetők stratégiai céljainak megvalósításához jellemzően a vállalatok többségi részesedésének a megszerzésére törekcszenek. Ez viszont azt is jelentheti, hogy az általában kisebbségi tulajdonos kockázati tőkésnek több más tulajdonostárs beleegyezését is meg kell szereznie a tranzakció sikeres lebonyolítása érdekében, ami esetleg komoly nehézségeket, hosszadalmas tárgyalásokat, költséges alkukat tehet szükségessé. Ráadásul Magyarországon az exitet nehezíti az is, hogy a Kft.-ben szerzett részesedés esetén a tagokat, a társaságot, illetve a társaság által kijelölt harmadik személyt elővásárlási jog illeti meg a társtulajdonosok üzletrésze.⁴¹ Tehát harmadik személy csak az elővásárlási jog gyakorlásának a hiányában vásárolhatja meg a kockázati tőkebefektető üzletrészt. Problémát okozhat, hogy a menedzsment nem minden esetben támogatja a szakmai befektetőknek történő eladást, hiszen a tulajdonváltással elvesztheti a függetlenségét, sőt egyesek akár állásuk otthagására kényszerülhetnek. A menedzsment támogatása nélkül pedig jóval nehezebb sikeres exitet véghezvinni. Számos országban, köztük Magyarországon is a tőkeerős szakmai befektetők köre jelenleg még meglehetősen szűk, ezért az exitnél elsősorban csak külföldi tulajdonban levő, nagyobb méretű, tevékenységüket vállalatfelvásárlással bővíteni képes vállalatok jöhetnek szóba.⁴²

Értékesítés pénzügyi befektetőnek

A pénzügyi befektető lehet kockázati tőkebefektető vagy más hasonló befektető, aki azért vásárol részesedést egy vállalatban, hogy tulajdonrészének későbbi eladásával tőkenyereségre tegyen szert. A pénzügyi befektetőknek történő értékesítés nem túl gyakori kiszállási út Európában, és főleg Magyarországon. Ennek egyik oka, hogy még nem épült ki a kockázati tőkebefektetők nagyság szerinti hierarchiája – mint az USA-ban –, ezért nem fordul elő, hogy a kisebb vállalatokra szakosodott alaptól a

vállalat növekedésével nagyobb tőkeerejű, alap vásárolja ki a részvényeket. Sok kockázati tőkebefektetőnek az a véleménye, hogy a pénzügyi befektetőknek történő értékesítés nem vonzó, hiszen ha a vásárlók jelentős tőkenyereséget tudnak még kihozni a vállalkozásból – és valószínűleg ezért akarják azt megvenni –, akkor nem érdemes még eladni a vállalatot, mert az eredeti kockázati tőkésnek is ki kell tudni hozni ezt a hozamot. Konkrét esetekben mégis jó – és gyakran egyetlen – választásnak bizonyul a kockázati tőkéseknek a pénzügyi befektetőknek történő értékesítés.⁴³

– Meg kell válni a befektetéstől, mert zárt végű a kockázati tőke alap és vissza kell fizetni a befektetők pénzét, vagy mert az alapnak van szüksége a pénzre (új befektetésekre, kötelezettségek teljesítésére).

– A kockázati tőkés lehetőségeit meghaladó nagyságú tőkére volna szükség a vállalat további fejlődéséhez.

– A menedzsment támogatja, hiszen a pénzügyi befektetők nem zavarják a pozícióját.

– Konfliktusok merülnek fel a menedzsment és a kockázati tőkebefektető között. Egy másik pénzügyi befektető esetleg jobban tud kooperálni a vezetéssel, és ezért többet ér számára a vállalat.

A többi tulajdonos általi kivásárlás

A többi tulajdonos általi kivásárlás a második leggyakoribb kiszállási út, de ez nem azt jelenti, hogy szívesen választják a kockázati tőkések. Sőt rendszerint a legutolsó esetekben alkalmazzák, mivel általában a társtulajdonos kínálja a legalacsonyabb árat. Legnagyobb előnye, hogy különböző pénzügyi és jogi eszközökkel biztosítani lehet ezt az exit variációt, és így segítségével lehetőség nyílik a kiszállásra akkor is, ha a többi, nagyobb nyereséget kínáló exitre már nincs esély. A többi tulajdonos általi kivásárlás viszonylag egyszerűen és gyorsan kivitelezhető, hiszen a társtulajdonosok jól ismerik a vállalatot. A tárgyalások során az egyetlen kiritkus pont az ár meghatározása. A társtulajdonosnak gyakran nem áll rendelkezésére megfelelő mennyiségű pénz, ezért alternatív pénzügyi megoldások kivitelezésében érdekelt, melynek célja, hogy minél kevesebb készpénzt kelljen fizetnie. Korlátja lehet a tulajdonosi struktúra szétaprózottsága, hiszen nehezebb a tőkenyereséget is magában foglaló kivásárlási árat meghatározni, ha többféle érdeket kell összehangolni.⁴⁴

*

Magyarországon a kockázati tőkeiparág fiatalsága miatt még nem került sor sok exitre. Teljes kiszállások általában azért történtek, mert a kockázati tőkés minimalizálni akarta a veszteségeit. Az alábbi példa egy – Magyarországon még ritkaságszámba menő – sikeres, teljes exitet mutat be, amelyen végigkövethető, hogy milyen viszonyok között kellett a kockázati tőkebefektetőknek keresztülmennie. A cég exit oldaláról megvilágított történetén keresztül bepillantást nyerhetünk az exit menedzsment változatos és sokszínű világába. Minden vállalat a kiszállás biztosítása és kivitelezése szempontjából egyedi megfontolást igényel. Az exit menedzsment szempontjából egy-két általános vonást megemlíthetünk, de hamar kiderül, hogy a cégek különböző problémák megoldásait igénylik. Váratlan események bekövetkezése is sokszor az elképzelések megváltoztatására készteti a kockázati tőkést.

RECOGNITA Rt.⁴⁵

A Recognita Részvénytársaság Optikai Karakterfelismerő Szoftverek kifejlesztésével foglalkozik. Termékei, a Recognita programcsalád tagjai, nemzetközileg is igen elismertek. A cég 55 főt alkalmaz, melynek legnagyobb része kvalifikált fejlesztőmérnökökből áll. Az ő tudásuk segítségével alakulnak ki az egyre fejlettebb szoftverek.

A befektetés

1992-ben a vegyes vállalat angol tulajdonosának halála teremtett lehetőséget a kockázati tőkének a vállalkozásba történő beszállásra. A vállalatnak a további fejlődéséhez tőkére volt szüksége, ezért névértéken visszavásárolta az angol tulajdonos korábbi harminc százalékos részesedését, hogy azt 138 százalékon rögtön továbbadja egy kockázati tőkével foglalkozó vállalkozási alapnak. A kockázati tőkealap befektetésének második szakaszára 1994-ben került sor, amikor a privatizációnak köszönhetően névértéken megvásárolhatta az állami tulajdonban levő Számítástechnikai Kutató Intézet korábbi ötven százalékos tulajdonrészesedését. A kedvező ár, és a vállalat kimagasló eredményei miatt a vállalkozási alap nagy nyereség realizálását rövid időn belül lehetővé tevő kiszállást tervezett. Ez a nyolcvan százalékos tulajdonrész megszerzése mellett foglalt állást.

A stratégiai vagy pénzügyi befektetőknek történő értékesítés nem tűnt megvalósíthatatlannak, hiszen a vállalat termékei ekkor a nyugat-európai piac 35, a kelet-

európai piac 90 százalékát lefedték, és az előrejelzések is azt bizonyították, hogy a vállalat még jelentős fejlődés elé néz. A nyereséges exit elérése érdekében a többségi részesedés birtokában, új ügyvezető igazgatót neveztek ki, hogy fejlesszék és az eladásra előkészítsék a vállalatot. Az eredményes kontroll biztosítása érdekében a kockázati tőkealap kinevezte egyik munkatársát az igazgatótanács elnökének.

Tehát a befektetés kivitelezésekor a kockázati tőke-társaság úgy ítélte meg, hogy a vállalat sikerei, potenciális fejlődési lehetőségei, és a kvalifikált, az alappal jó kapcsolatban levő menedzsment biztosítani fogja a kiszállást. Természetesen az olcsó vásárlás is jelentős profit realizálását sejtette.

A kiszállás

A vállalkozási alap a befektetés után még jelentős forrásokat biztosított a Recognita Rt.-nek, de később már nem vállalkozott a tőkeemelésre, amire a piaci verseny élesedése miatt a vállalatnak szüksége lett volna. Az alap a kiszállásban volt érdekelt, melyet a menedzsment ösztönzése révén próbált meg gyorsítani. A vezetők az alaptól az exit sikeres kivitelezése esetén részvényeket kaptak (melyeket el kellett adniuk a leendő tulajdonosnak). Vagyis az ösztönzés megvolt, hiszen minél jobb áron tudják értékesíteni a vállalatot, annál több pénzt kereshetnek. A menedzsment is látta, hogy a vállalat további fejlődése érdekében segíteni kell a kockázati tőke-alapnak, hogy eladhassa tulajdonrészét egy olyan tulajdonosnak, aki tovább finanszírozza a fejlődést. Ennek érdekében a vezetés felgyorsította az érési folyamatot, és konkrét vevők keresésére indult. A vezetés proaktivitása várható volt, hiszen egyrészt a jövőjüket jelentő vállalat újabb forrásokat igényelt, másrésztől hosszú távú igényeiket kielégítő tulajdonost szerettek volna találni.

A menedzsment az Egyesült Államokban, Németországban, és Japánban talált érdeklődő szakmai és pénzügyi befektetőket.⁴⁶ A potenciális német cég hirtelen felmerülő gondjai (váratlanul csődbe ment), és a japán üzletkötés lassú és európai szemmel kiszámíthatatlan menete miatt – annak ellenére, hogy a japán féllel a tárgyalások már régóta folyamatban voltak –, a kaliforniai székhelyű, ugyanabban az üzletágban tevékenykedő CAERE Corporation-nel állapodtak meg az eladásról.

A vállalat hosszadalmas és bonyolult eladási pro-

cedúra elé nézett. Az amerikai cég egy neves könyvvizsgáló segítségével világította át a vállalatot, hogy a vásárlás előtt mindent tisztán láthasson. A részesedését eladni szándékozó kockázati tőkealap és a menedzsment is jogi szakértők bevonásával erőltetett menetben próbálta minél hamarabb tető alá hozni a megállapodást. Az exitnél a legtöbb nehézséget az immateriális javak körül kialakult problémák okozták. A know-how, a márkanév, a szellemi tőke értéke nehezen mérhető, ezért az eladási ár meghatározását hosszadalmas és bonyolult alkufolyamat előzte meg. A vállalat értékét elsősorban a fejlesztő mérnökök szellemi potenciálja alakítja ki. Ők jelentik a garanciát a későbbi fejlődésre is, ezért az eladónak a menedzsmenten keresztül komoly garanciákat kell vállalnia arra, hogy a sikeres szoftverfejlesztéshez nélkülözhetetlen kulcsemberek a vállalatnál maradjanak.⁴⁷ Az eladási alkufolyamat bonyolultságát mutatja, hogy az értékesítés dokumentumai, szerződésai három, egyenként több ezer oldalas kötetet tesznek ki.

Végül a feleknek három millió dollárban sikerült megállapodniuk, és így a szakmai befektető CAERE Corporation a részvények névértékének 7,5-szörösén megvásárolhatta az alap nyolcvan és a dolgozók húsz százalékos részesedését, és így mint száz százalékos tulajdonos hozzájuthatott a Recognita Rt. piacához és fejlesztési kapacitásához. Ez azt jelenti, hogy a kockázati tőkealap az 1994-ben névértéken (száz százalékon) vásárolt részesedését két év után 750 százalékon tudta eladni, elég tisztes hozamot biztosítva ezzel magának. Nem hiába tartják szakmai körökben a Recognita Rt.-ben történt befektetést a kockázati tőkések által teljesen eladott befektetések közül az egyik a legsikeresebbnek.

Az esettanulmány megvilágítja, hogy milyen fontos szerep tulajdonítható a sikerek elérésében a vezetésnek. A kockázati tőkés és a menedzsment közötti őszinte kapcsolat és együttműködő-képesség sok fáradságot takaríthat meg a kockázati tőkésnek. Azokban az ágazatokban, ahol a szellemi tőke jelentősen hozzájárul a vállalat értékéhez, a menedzsment támogatása nélkül lehetetlen sikeres exitet végrehajtani. Az ilyen típusú ágazatok vállalatainak értékesítése esetén a kockázati tőkés az érték meghatározásának és a vásárló által igényelt garanciák kialakításának nehézségei miatt bonyolultabb eladási procedúrára számíthat.

Források

1988. évi VI. törvény a gazdasági társaságokról.
- A Kockázati Tőke Üzletága Magyarországon country policy Paper, EVCA-PHARE Közép-Kelet-Európai Regionális Program keretében, 1996
- Bartlett, Joseph W.: Venture Capital (Law, Business strategies and investment planning). 1993 Cumulative Supplement
- Brealey/Myers: Modern Vállalati Pénzügyek I. Panem Kft., Bp., 1998
- Bygrave, D. William és Timmons, A. Jeffrey: Venture Capital at the Crossroads. Harvard Business School Press, Boston, 1992
- Czirják László: Financial Roadmap for Entrepreneurs, az 1997-ben az East-West Studies által a Kempinsky Hotelban rendezett Kockázati Tőke Konferencia írásos anyaga
- David N. Harford: Deal Structuring and Pricing in Central and Eastern Europe in Description of EASDAQ, EASDAQ honlapja, www.easdaq.be/pc/enc_00.htm, Felvive 1997. július 9.
- EVCA Yearbook 1995
- EVCA Yearbook 1997
- Key Market Statistics, EASDAQ honlapja, www.easdaq.be/pb/enb_00.asp, Felvive 1998. febr. 9.
- Kierski, Aleksander és Piccino, Piere-Michel: Quotation as an Exit Mechanism in Private Equity Guidebook Central and Eastern Europe, 1996
- Ludányi Arnold és Várhegyi Éva: Kockázati tőke a magyar vállalkozásokban. Pénzügykutató Rt., 1997
- Magyar Kockázati Tőke Egyesület Évkönyv 1997
- Osmann Péter: Kockázati tőke a vállalati finanszírozásban. Comex, 1996
- Overview of Global Equity in www.ljh.com/index.html, (LHJ Alternative Investment Advisors honlapja), 1997
- Pénzügytan II., Nemzetgazdasági Pénzügyek szerk. Baka Istvánné, Bánfi Tamás, Sulyok-Pap Márta, SALDO, Budapest, 1997
- Singer, John: Introduction to Venture Capital in Private Equity Guidebook Central and Eastern Europe, 1996
- Wall, John és Smith, Julian: Better Exits, in Private Equity Guidebook Central and Eastern Europe 1996,

valamint konzultációk számos kockázati tőkessel, és kockázati tőkével kapcsolatban levő vállalatok vezetőivel.

Lábjegyzet

- 1 Az írás egy hosszabb dolgozat rövidített változata.
- 2 Az angol szakirodalom az „exit” szót használja a befektetésből történő kiszállásra. Használata igen elterjedt a kockázati tőkével foglalkozó magyar szakemberek között, ezért ezt a kifejezést elterjedtsége és rövidsége miatt gyakran fogom használni magam is.
- 3 Ludányi Arnold és Várhegyi Éva: Kockázati tőke a magyar vállalkozásokban, Pénzügykutató Rt., 1997. p. 12
- 4 Nem csak alapot, hanem kockázati tőketársaságot is létre lehet hozni.
- 5 Ezt nevezhetik kamatozó részvénynek is. A Pénzügytan II című könyv definíciója erre a részvénytípusra a következő: „előre meghatározott mértékű kamatra jogosít az osztalék felül, amit akkor is kifizet a társaság, ha nincs osztalékfizetés.”
- 6 A konstrukcióról részletesebben ír Joseph W. Bartlett Venture Capital című könyvében (p75–76)
- 7 Ilyenek lehetnek a nagyobb beruházások, felvásárlások, fúziók, ügyvezető, fb tag kinevezése stb.
- 8 Lásd a teljes tanulmányban az Esettanulmányok fejezeténél említett Csemete Kft. esetét.
- 9 A Pénzügytan II tankönyv részvény csoportosításában, részvényopciós utalvány néven említik, ami a definíció szerint: „részvényvásárlási jogot testesít meg előre meghatározott árfolyamon”.
- 10 A meghatározott idő jelenthet pontos napok vagy meghatározott események által kijelölt időintervallumot (lehet nyílt intervallum is), vagy egy pontos napot is.
- 11 Természetesen számos egyedi esetben is előfordul az opciók alkalmazására, a különböző esetekre kidolgozott bonyolult struktúrák alkalmazásának csak a kreativitás hiánya, és a partnerek beleegyezése szabhat határt.
- 12 Bartlett, Joseph W.: Venture Capital (Law, Business strategies and investment planning), 1993 Cumulative Supplement.
- 13 Ezeket a típusokat warrant-oknak is hívják. Fejlett tőkepiacokkal rendelkező országokban a kockázati tőkések is előszeretettel használják.
- 14 David N. Harford: Deal Structuring and Pricing in Central and Eastern Europe, in Private Equity Guidebook.
- 15 A kvázi részvényekről és azok amerikai szabályozásáról részletesen ír Joseph W. Bartlett a Venture Capital című művében (p75–83)
- 16 A kvázi részvények alkalmazásánál nagyon fontos jogilag tisztában lenni az adott ország szabályozásával, hiszen a törvényekben szereplő megnevezések félrevezetőek lehetnek. A gyakorlatban különböző megnevezések alatt teljesen azonos működésű instrumentumokat találhatunk.
- 17 Az amerikai szakirodalom „walking dead”-eknek, azaz magyarul élőhalottaknak nevezi azokat a vállalatokat, ame-

lyek nem fejlődnek annyira, hogy a tradicionális exit lehetőségeknek megfeleljenek (IPO, értékesítés másik vállalatnak), ráadásul felszámolni sem lehet őket. A menedzsment kellemesen él belőlük, viszont a kockázati tőkes nem jut a pénzéhez, és nem tud új ígéretes vállalkozásokba fektetni.

18 A kockázati tőkések az időtényezőt is figyelembe vevő belső megtérülési rátát (IRR) szokták befektetéseik értékelésekor használni.

19 Brealey/Myers: Modern Vállalati Pénzügyek I, Panem Kft., Bp., 1998, p. 362

20 Csak azokat a kiszállási módokat csoportosítom, amelyek sikeresek lehetnek. Csőd esetén, a felszámolás útján történő kiszállással nem foglalkozom.

21 Initial Public Offering rövidítése, melynek jelentése: tőzsdei bevezetés. A szakirodalomban, ha exit lehetőségként említik, akkor a tőzsdei értékesítés folyamatát is jelentheti.

22 Czirják László hasonló felosztást használt, azzal a kivétellel, hogy az IPO-t csak mint részleges kiszállást említi, hiszen a tőzsdei bevezetésekor általában a kockázati tőkés részvényeinek csak kis hányadát ajánlják fel. A teljes kiszállás csak később, a másodlagos piacon megy végbe. Dolgozatomban az IPO az egész tőzsdei értékesítést jelenti. (A felosztás Czirják Lászlótól 1997-ben a Kempinsky Hotelben megrendezett Kockázati tőke konferencián hangzott el. Az előadás anyaga a Financial Roadmap for Entrepreneurs című előadásanyagban olvasható).

23 Singer, John: Introduction to Venture Capital, in: Private Equity Guidebook.

24 Overview of Global Equity, in: www.ljh.com/index.html, (LHJ Alternative Investment Advisors honlapján), 1997. dec.

25 Ludányi Arnold és Várhegyi Éva: Kockázati tőke a magyar vállalkozásokban, Pénzügykutató Rt., 1997., p 12–13.

26 Magyar Kockázati Tőke Egyesület Évkönyv 1997, p. 12

27 Ezt nevezzük ún. likviditási prémiumnak.

28 Wall, John és Smith, Julian: Better Exits, p. 178, in: Private Equity Guidebook.

29 Wall, John és Smith, Julian: Better Exits, p. 178, in: Private Equity Guidebook.

30 Kierski, Aleksander és Piccino, Piere-Michel: Quotation as an Exit Mechanism, in: private Equity Guidebook.

31 Az Intial Public Offerings című könyvben a szerzők számos szaktekintély empirikus kutatásait összefoglalva állapítják ezt meg.

32 A sok új kezdeményezés mutatja az igényt az IPO-kra, viszont egyben nehezíti is egy NASDAQ-hoz hasonló hatékonyabb, koncentráltabb, nagyobb méretű egységes európai tőzsde kialakulását. Az adatok az EVCA (European Venture Capital Association) 1997-es évkönyvéből származnak. p63–181.

33 Description of EASDAQ, in www.easdaq.be/pc/enc00.htm, 1997. július 9-én felvitt állapot.

34 Key Market Statistics, in www.easdaq.be/pc/enc00.asp, 1998. febr. 9-én felvitt állapot.

35 Magyar Kockázati Tőke Egyesület Évkönyv 1997, p. 97.

36 EVCA Yearbook 1995, p. 158

37 EVCA Yearbook 1997, p. 180

38 A Kockázati Tőke Üzletága Magyarországon, Country Policy Paper, HVCA, 1996, p. 20

39 EVCA Yearbook 1997

40 Wall, John és Smith, Julian: Better Exits, p. 179, in: Private Equity Guidebook.

41 1988. évi VI. tv, 171 §.

42 A Kockázati Tőke Üzletága Magyarországon, Country Policy Paper, HVCA, 1996, p. 66.

43 Hasonló eseteket sorol fel John Wall és Julian Smith a Better Exits című tanulmányukban. (in: Private Equity Guidebook p. 181).

44 A Kockázati Tőke Üzletága Magyarországon, Country Policy Paper, HVCA, 1996, p. 68.

45 Az esettanulmány Reszler Ákossal (Recognita Rt. ügyvezető igazgatója) történt konzultáció alapján készült.

46 A tőzsdei bevezetéshez még kicsi volt a vállalat és elegendő idő sem állt rendelkezésre.

47 Az ilyen típusú vállalatoknál szokták mondani az amerikai szakemberek, hogy az „érték minden este hazamegy”.